

中信证券（600030.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年7月14日

基本信息

所属行业 公用事业及金融
当前股价 28.12
总市值 4167.54 亿
PE-TTM 10.51
PB-MRQ 1.43

估值结果

价值 3723 亿
DDM 估值 上行空间 -11%
状态 合理估值
价值 3723 亿
动态估值 上行空间 -11%
状态 合理估值

四维评级

成长空间 ★★☆☆☆
盈利趋势 ★★★★★
产业格局 ★★★★★
护城河 ★★★★★

核心评级结论

中信证券是国内券商行业的标杆公司，业务多元化且多项业务处于细分行业龙头地位。

公司成长空间较小，主要系证券经纪、资产管理等业务手续费率下降影响手续费业务成长性，同时自营投资业务在向“非方向性投资”转型的过程中降低了投资业绩的弹性。盈利趋势中等，主要系公司在规模经济的加持下，成本管控优于行业，赋予公司强于同业的盈利能力。产业格局较强，主要系行业具备较高的渠道、资本投入等壁垒，同时行业品类被替代的风险低。护城河星级较高，护城河来自于丰富的客户资源、线下渠道、知名的品牌效应。

基于公司未来手续费业务市占率稳定、自营投资收益率稳定的核心假设，公司估值3723亿，当前处于合理估值。

风险提示

1、市场竞争风险。若竞争对手在手续费业务实施超预期价格战，或挤压中信证券盈利空间。2、权益市场波动风险。若权益市场价格剧烈下行，或导致公司投资业绩大幅不及预期。3、金融深化程度不及预期风险。若居民财富中股票配置程度占比提升不及预期，财富管理业务成长空间降低，或使中信证券资产管理业务成长不及预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 人力资源密集度	5
3.2 人力资源高端度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 估值确定性	9

图表目录

图1：预测2026 年收入占比 4

图2：预测2026 年毛利占比 4

图3：近年公司盈利能力趋势图 5

图4：近年公司历史成长能力趋势图 6

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 6

图6：近年股东回报能力趋势图 6

表1：护城河详解表 8

表2：公司整体业绩预测 9

1. 基本信息

公司成立于1995年10月25日，总部位于深圳。公司于2003年1月6日在上海证券交易所上市，并于2011年10月6日在香港联合交易所上市，成为中国第一家A+H股上市的证券公司。中信证券在资产规模、营业收入和净利润等关键指标上长期位居中国证券行业首位，是行业龙头公司。

2. 业务介绍

对于中信证券公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

证券投资收入：

公司利用自有资金及融入资金投资债券、股票、衍生金融工具等资产获得投资收益的业务。我们对该业务的市场界定主要为中国境内市场。

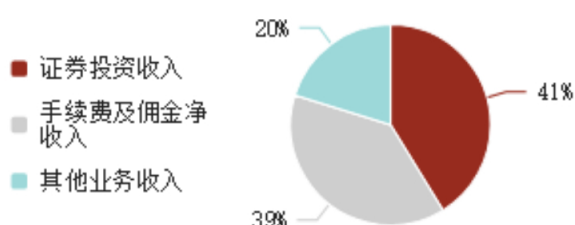
手续费及佣金净收入：

公司通过证券经纪、股权及债权承销、资产管理等业务获取手续费。我们对该业务的市场界定主要为中国境内市场。

其他业务收入：

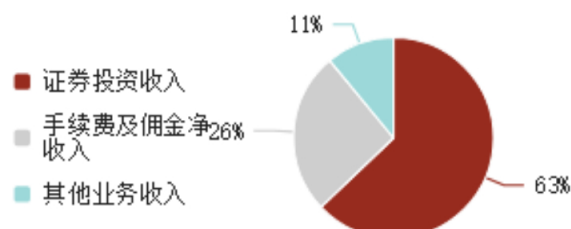
公司的其他收入，如大宗商品贸易收入、租赁收入等等。我们对该业务的市场界定主要为中国境内市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司的商业模式分为收取手续费和自营投资获取投资收益两种方式。前者是通过提供证券经纪、股权债权承销、资产管理等业务来获取手续费，后者是通过自有资金和融入资金来投资债券、股票、衍生金融工具等资产来实现投资收益。

3.1 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

公司的营业成本结构呈现出明显的人力密集型行业特征，职工薪酬是其主要成本构成。2025 年，职工薪酬占营业收入的比例为32.7%。

3.2 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

人力资源高端度高。鉴于投行、资产管理及自营投资等核心业务的专业性要求，公司始终致力于吸引和保留高端人才。作为此项战略的关键体现，其在2025 年支付的人均薪酬高达81.22 万元，这在整个行业中处于显著的领先水平。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司的客户群体由个人与机构客户共同构成，呈现出机构客户集中度适中、个人客户分布广泛的特点，其中个人客户的比例较大，从而形成了客户集中度低的格局。

4. 历史经营绩效

中信证券历史盈利能力强，成长能力波动较大，业务控制能力较强，股东回报能力中等。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



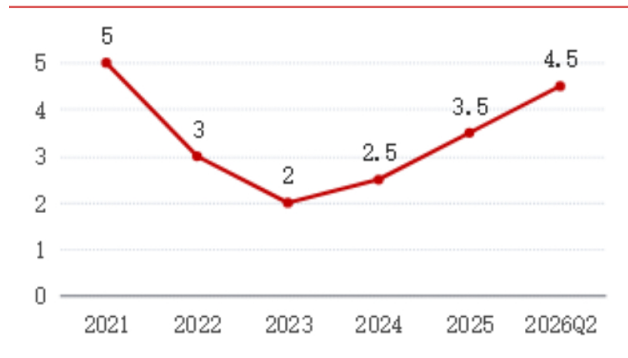
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力较强。其手续费业务与投资业务的盈利状况与权益市场表现高度相关，虽具有一定的波动性，但公司整体的盈利能力突出，净资产收益率（ROE）指标持续位居A股上市公司前列。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



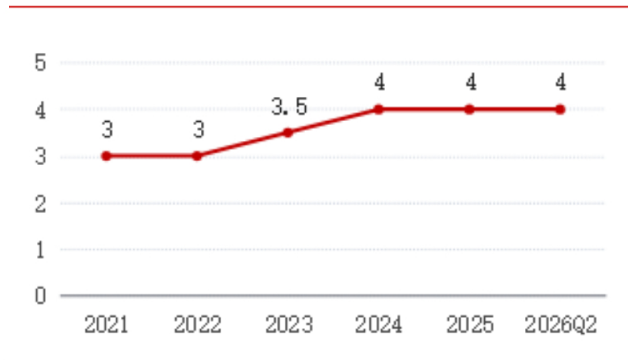
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力波动较大。公司成长能力的波动与权益市场周期关联密切，其营收和净利润对资本市场表现具有较高弹性，因此在2021年及2025年等A股表现强劲的时期，公司成长性快速提升。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



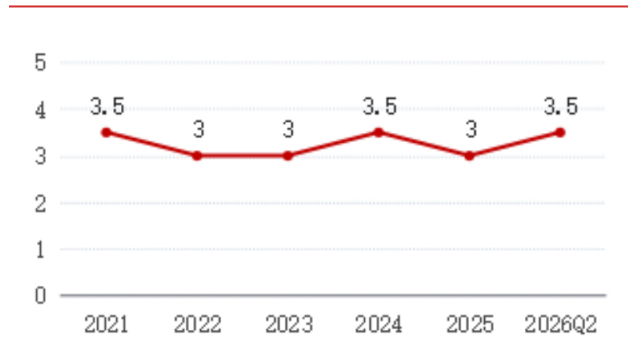
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力较强。公司手续费业务回款时效性强，极少发生拖欠款项的现象，2025年，公司经营现金流净额/归母净利润比值为2.47，处于A股上市公司中前列。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史股东回报能力中等。公司为股东提供回报的能力处于行业中等水平，且股息支付政策表现出较强的连贯性，2021年至2025年间的股息率均稳定在2%左右。

5. 四维评级

公司成长空间星级较低，盈利趋势星级中等，产业格局星级较高，护城河星级较高。

5.1 成长空间

★★★★☆

证券投资业务和手续费及佣金业务成长性较低，公司整体成长能力也较低。

证券投资收入(2.5星)：

证券投资业务成长性较低。证券投资收入成长性取决于投资规模与投资收益率，投资规模在公司自有资金的不断增加和融入资金的加持下可以保持相对较高的增速，但投资收益率容易在权益市场不佳时发生较大回落，限制业务的整体成长性。

手续费及佣金净收入(2星)：

手续费及佣金净收入成长性低。证券经纪和资产管理业务方面，虽然证券经纪交易量和资产管理规模都处在提升趋势中，但各自的手续费率都处于下降趋势中，限制业务成长性；投资银行业务方面，由于监管收紧IPO，来自于股权承销的收益减少，限制业务成长性。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利虽存在周期性波动，但整体盈利能力具备韧性，盈利趋势星级中等。

证券投资收入(3.5星)：

证券投资业务盈利趋势星级中等。公司证券投资业务虽与权益市场关联度高，但通过向非方向性投资策略的转变（如部分头寸对冲）以及规模的有序扩张，有效平抑了收益波动，维系了良好的盈利趋势。

手续费及佣金净收入(3.5星)：

证券投资业务盈利趋势星级中等。公司在手续费及佣金净收入业务保持行业龙头地位，在产品议价权、成本管控等维度优于同业，维系了良好的盈利性，但证券经纪、资产管理等行业在政策及市场竞争的影响下手续费率处于下降通道中，对业务的盈利趋势形成一定负面影响。

5.3 产业格局

★★★★☆

行业竞争相对激烈，但格局已形成较为稳定的态势，产业格局星级中等。

证券投资收入(4星)：

公司的证券投资业务同质化程度较高，但由于行业门槛高，行业平均ROE较高，整体产业格局较好。

手续费及佣金净收入(4星):

公司的主营业务包括证券经纪业务、证券承销业务、资产管理业务。由于公司具备出色的投研能力、行业资源，在证券承销业务和资产管理业务上具备超越同行的优势，但证券经纪业务由于行业同质化程度高，因此竞争力优势相对较低。

5.4 护城河

★★★★☆

公司具备资源优势、规模优势护城河，且持续性较好，整体护城河星级较高。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
证券投资收入	(4.5星) 公司证券投资收入市场份额为市场第一，且经壹评级调整的超额ROE为0.1%，在券商行业中处于前列，此外，公司的业务控制力较高。整体来讲，证券投资业务的护城河宽度较高。	(4星) 公司证券投资业务的护城河来源于资源优势和产品力。公司的投研资源相较同业具备优势，短时间内竞争对手较难复制该优势，因此超额ROE的衰减速度较慢。公司的投资业务方面的产品在设计上领先同业，比如利用衍生金融产品实现更加稳健的投资业绩，因此公司的超额ROE表现稳健，衰减速度较慢。
手续费及佣金净收入	(3星) 公司手续费及佣金净收入的市场份额为市场第一，经壹评级调整的超额ROE为1.9%，在券商行业中处于前列，此外，公司的业务控制力较高。整体来讲，手续费及佣金净收入业务的护城河宽度较高。	(4星) 公司的护城河来自于品牌、资源优势、规模经济。公司是老牌券商，国民认知度高，具有品牌力，另外公司的行业资源、投研资源使得证券承销和资产管理业务具备优势，另外公司庞大的经营规模形成规模经济，这些因素都赋予公司较强的护城河，由于公司的品牌、资源、规模经济优势都难以短期被竞争对手复刻，因此超额ROE衰减速度较慢。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于公司未来手续费业务市占率稳定、自营投资收益率稳定的核心假设，公司估值3723亿，当前处于合理估值。

6.1 核心假设及逻辑

收入假设：

(1) 主营业务收入假设：

证券经纪业务，参照日本、美国的金融市场发展经验，我们认为中国的股基交易额仍有较大发展空间，预计2040年中国股基交易额达949亿元，对应中信证券证券经纪业务收入246.8亿元。证券承销业务和资产管理业务，由于中信证券市场份额稳定，预计将随着中国资本市场的稳步增长而平稳增长，预计到2040年业务收入分别为104.2亿元和182.4亿元。

(2) 投资业务收入假设：

自营投资规模方面，预计公司投资资产规模稳定增长，2040年公司自营投资规模达到2.56万亿元。自营投资收益率方面，预计公司的自营收益率围绕3%的中枢波动。

盈利能力假设：

（1）主营业务方面，公司的净利率中枢预计维持在8.5%左右。

（2）投资业务方面，公司的净利率预计在[55%, 75%]之间波动。

表2：公司整体业绩预测

中信证券	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	600.7	637.9	749.0	875.8	816.9	794.9	829.0	872.8
归母净利润(亿)	197.0	217.0	301.0	376.3	340.4	330.0	353.4	374.1
归母净利润增速(%)	-7.5	10.2	38.7	25.0	-9.5	-3.0	7.1	5.8
经营性净利润(亿)	205.0	226.0	310.0	387.6	354.0	346.5	374.7	400.3
经营性净利润增速(%)	-7.7	10.2	37.2	25.0	-8.7	-2.1	8.1	6.8
经营性归母净利润(亿)	197.0	217.0	301.0	376.3	340.4	330.0	353.4	374.1
经营性归母净利润增速(%)	-7.5	10.2	38.7	25.0	-9.5	-3.0	7.1	5.8

数据来源：壹评级

6.2 估值确定性

★★★★☆

公司的护城河强，市场份额稳定，叠加中长期中国资本市场稳步向好，公司业绩稳定性较好。此外，公司的手续费业务和自营业务业绩可根据A股成交量、A股收益率进行跟踪，因此估值确定性较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM 估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。